



# 靳毅：2023 年美国通胀会快速回落吗？



文/意见领袖专栏作家 靳毅

## // 核心观点 //

预测 CPI 时，对子项拆分太过粗略或者太过细致，都会导致预测结果可信度降低。我们认为需要从目前美国通胀的核心矛盾出发，根据逻辑来拆分子项，具体拆分成：1) 核心服务：房租、医疗保险、公共交通、其他核心服务；2) 核心商品：二手车及新车、其他核心商品；3) 食品和能源。



核心服务方面：

1) 房租项和医疗保险项，由于统计方法的原因，2023 年都将出现较为明显的松动，成为拉低核心通胀的主要因素。2) 公共交通项，在能源价

格持续下行的格局下，也将对核心通胀产生持续拉低作用。3) 其他核心服务项，是 2023 年影响核心通胀回落的最大不确定性因素之一，主要受当下美国劳动力市场供给存在缺口环境下，薪酬不断上涨所影响。未来其他核心通胀的演绎路径取决于两大变量：失业率能上行多高以及居民通胀预期能否下降。

#### 核心商品方面：

1) 新车和二手车项，在全美汽车库存回补，以及美国地产逐渐降温格局下，2023 年增速进一步回落确定性较强。2) 其他核心商品项，大概率将继续维持回落态势，但是在具体回落幅度上仍有较高不确定性，具体取决于全球供应链会否再次受阻，以及是否会涌现新的地缘冲突推高大宗商品价格。

食品和能源方面，可以参考使用 CRB 食品指数以及 WTI 原油期货和 NYMEX 天然气期货价格来进行预测。

整体来看，我们认为其他核心商品项和其他核心服务项是 2023 年美联储“抗衡”通胀最大的两个变量，而美联储会更加聚焦于核心服务通胀。

然而，加息见顶并不意味着“降息”会马上接踵而至。根据我们的测算，在中性假设下，2023 年核心 CPI 或将回落到 3.1% 上下水平，这或许意味着核心 PCE 或许也将回落至该水平上下，仍高于美联储长期 2.0% 的通胀目标，使得美联储很难在 2023 年开启降息操作。

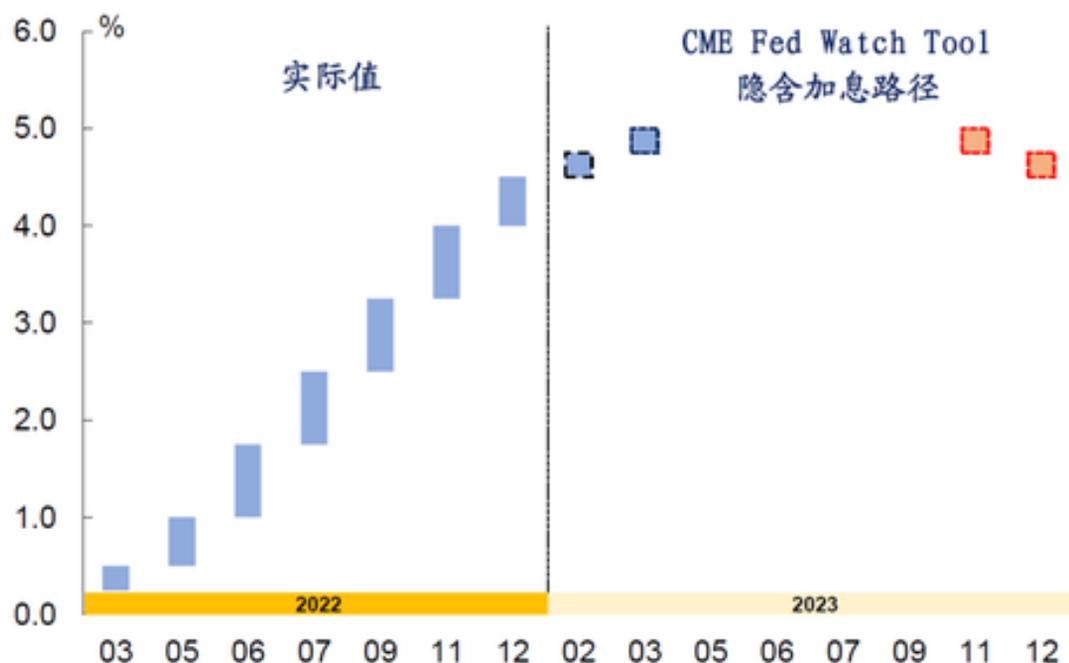
风险提示 全球经济超预期衰退，全球供应链恢复不及预期，出现新的地缘冲突，美国就业市场超预期强劲，美国通胀预期维持高位，模型预测存在误差，历史经验推演存在误差。

## 报告正文

### 1、预测通胀是否有意义？

12 月份 CPI 的超预期下行和议息会议上的加息放缓，使得市场交易明年衰退以及降息的预期越发强烈，10 年期美债利率较 11 月高点一度最大下行 80BP。然而，如果我们回顾 12 月份鲍威尔在议息会议上的表态，不难发现，美联储维持了过往几次议息会议的一贯论调，70 年代大通胀时期的“惨痛教训”告诫美联储不要过早进入降息周期，这显然与市场交易的逻辑有所违背，那么市场目前的交易逻辑是否空穴来风呢？

图 1: CME Fed Watch Tool 隐含美联储加息路径



资料来源: CME、Wind、国海证券研究所

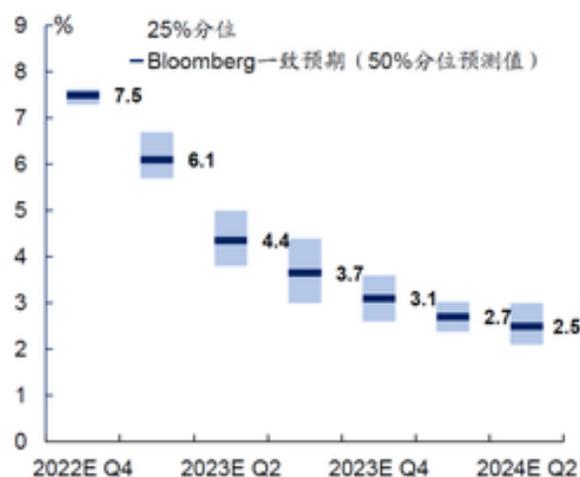
目前来看,市场对明年通胀的一致预期中,蕴含了通胀的大幅下行,包括美联储在 12 月份给出的前瞻指引中,也指示美联储官员对通胀降温的预期。然而,历史上来看,美联储的前瞻指引或是市场的一致预期并不准确,那么预测通胀是否还有意义?

我们对于这个问题的答案是,逻辑比点位重要。正如鲍威尔在 11 月份布鲁金斯学会上的表态所说的,未来一年通胀仍有非常大的不确定性,并且美联储加息对抑制通胀存在滞后效应,这两点都无法完全量化。

因此,对于通胀预测而言,重点并不在于“测得准”而在于能够对通胀演绎路径进行推演,以观察通胀回落的逻辑是否出现预期差,这也将决定美联储加息的“终点”。本期报告我们将试图搭建一个对 2023 年美国

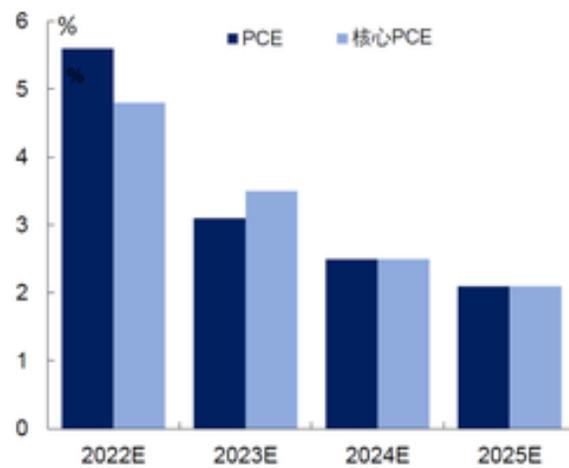
通胀的分析框架,并提供一个我们对于 2023 年美国通胀的“基准预期”。

图 2: 经济学家对 2023 年美国 CPI 一致预期



资料来源: Bloomberg、国海证券研究所

图 3: 12 月份美联储 SEP 对于 PCE 的前瞻指引



资料来源: FOMC、国海证券研究所

## 2、条分缕析 2023 年美国通胀

### 2.1

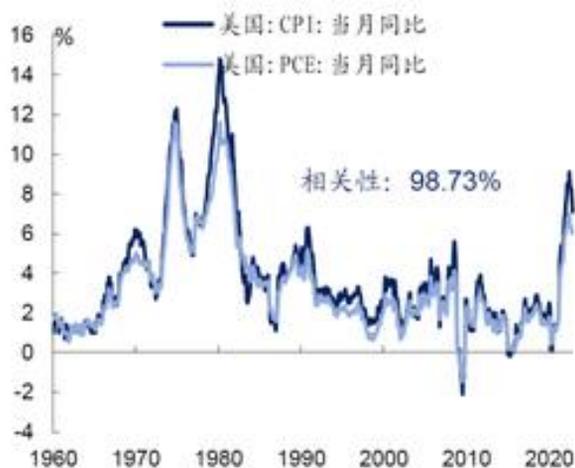
#### 如何拆解美国通胀?

当我们在谈论通胀时,我们在谈论什么? 衡量美国通胀最常用的两个指标分别是 CPI 和 PCE。两者区别在于, CPI 只是简单地衡量一篮子商品的价格变动,而 PCE 考虑的商品之间的替代作用,对于消费者而言当某一项商品价格升高时,便会降低对其消费,增加其替代品的消费。这使得 PCE 能更好反映美国居民面对的实际通胀情况,也是为什么美联储货币政策的执行目标一般锚定 PCE。

但是,预测 CPI 更简单也更具有实操性: 1) CPI 权重相对确定,方便量化计算; 2) CPI 公布时间早于 PCE,且历史上与 PCE 走势相关性强,

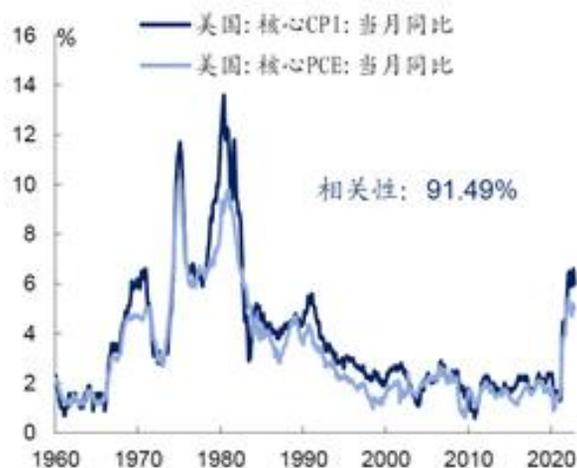
对市场具有较强指导意义。

图 4: 美国 CPI 和 PCE 走势



资料来源: Wind、国海证券研究所

图 5: 美国核心 CPI 和核心 PCE 走势



资料来源: Wind、国海证券研究所

我们该如何预测 CPI? 理论上,如果仅通过时间序列来预测整体 CPI,那么会导致预测结果失去经济学意义,但如果对 CPI 子项拆分过于细致,一方面没有那么多领先指标来指导数百个子项的走势,另一方面,最后加总时容易放大误差。因此,我们认为还是要从目前美国通胀的核心矛盾出发,根据逻辑来拆分子项。

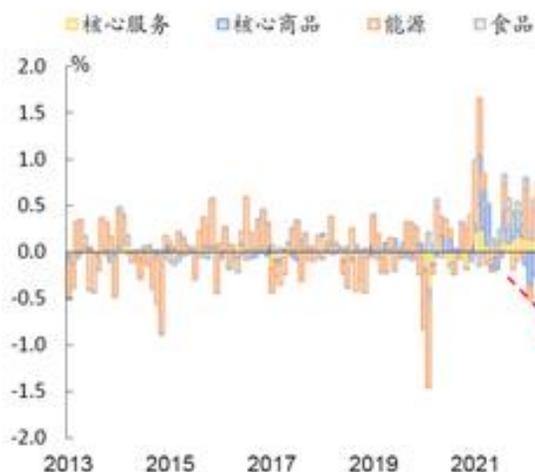
当下美国通胀的核心矛盾在于,全球加息共振下,大宗商品价格已经出现回落,在此格局下,近几个月来能源项和核心商品项通胀有所降温。而服务消费仍具韧性,尚未出现明显松动。

图 6: 分项对整体 CPI 贡献情况



资料来源: Bloomberg, 国海证券研究所

图 7: 分项对整体 CPI 贡献较上一个月增量



资料来源: Bloomberg, 国海证券研究所

对此我们将 CPI 按照大类进行如下拆分:

- 1) 核心服务: 房租、医疗保险、公共交通、其他核心服务。
- 2) 核心商品: 二手车及新车、其他核心商品
- 3) 食品和能源。

就核心通胀而言, 房租、医保、公共交通、新车及二手车在 2023 年回落的确定性较强。而 2023 年通胀回落的最大不确定因素在于其他核心服务项和其他核心商品项。

预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_50586](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_50586)

